

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 15620131152144

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 专 业 学 位 论 文

新三板企业江西金达莱环保股份有限公司  
的价值发现研究

Research on Discovering the Value of Jiangxi JDL Environmental  
Protection Co.,Ltd. Listed on NEEQ

张 海 祯

指导教师(校内): 蔡庆丰 教授

指导教师(校外): 王玉英 博士

专业学位名称: 金融 硕 士

论文提交日期: 2016 年 04 月

论文答辩时间: 2016 年 04 月

学位授予日期: 2016 年 06 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2016年6月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人： 张海颖

2016年 5月25日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

☐ 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

☐ 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人： 张海斌

2016 年 05 月 25 日

## 摘 要

**目的：**自新三板扩容以来，制度红利不断释放，新三板企业投资价值凸显。新三板企业具有不同于中小板和创业板企业的特性，需要在价值分析中区别对待。环境治理重点及模式创新研究已被列入国家“十三五”规划；在新三板市场蓬勃发展的基础上，新三板环保企业挂牌家数不断增加，环保企业已经成为新三板市场的重要一极，环保产业在发展循环经济中的重要作用决定环保企业的发展及其在环境保护和治理上的作用更应该受到关注。为了使研究更有针对性，在估值前，本文对价值评估的思路进行了整理，对样本的选取和指标的选择也做出了界定。本文以持续经营状态下的新三板水污染治理类环保企业江西金达莱环保股份有限公司（以下简称“金达莱公司”）为案例进行价值评价，希望为广大新三板企业管理者和投资者提供一套比较实用的企业价值评价方法和评价体系，以便能够对新三板企业价值作出较为理性的评估。

**方法：**本文采用现金流量折现模型，该模型系世界公认的一种评估手法，实务中，大多数的企业估值使用股权现金流量模型或实体现金流量模型；同时，相对价值法也有一定的应用范围，在文中将其作为一种辅助评价方法。

**结果：**现金流量折现模型得出目标企业金达莱公司的价值为 39.59 元/股，相对价值模型得出的企业价值为 75.76 元/股。考虑到股票的价格是由内在价值决定的，本文选择企业的内在价值，也就是通过现金流量折现模型得出的企业估值作为参考价值，因此金达莱公司的参考价值为 39.59 元/股；评估价格高于金达莱公司在 2015 年 12 月 31 日的股价，差异恰恰说明公司的股价依然有很大的上涨空间。

**结论：**通过新三板市场的价值发现功能，企业的价值一定程度上被挖掘出来，但新三板企业的估值仍有待深度研究；经过分析发现，企业发展战略导向正确、自主创新能力较强、内部控制和管理持续改善，同时又注重企业价值链利益相关者的新三板企业在规范的资本市场上必将成为价值型企业。可以说，新三板企业价值发现和投资时代已经来临。

**关键词：**新三板；环保企业；价值评价

## Abstract

**Objective:** Ever since NEEQ (National Equities Exchange and Quotations) began to expand, the benefits of the system keep being released, and the investment value of NEEQ is also strongly highlighted. NEEQ listed enterprises have different characteristics from those of SME Board (small and medium enterprise board) and of GEM (growth enterprise market), and therefore require comprehensive analysis in valuation. Research on environmental governance and model innovation have been included in the thirteenth five-year development planning. Meanwhile, the number of environmental protection enterprises listed on NEEQ constantly increases, environmental protection enterprises have become a significant sector, and the importance of environmental protection industry in the development of cyclic economy determines that the development of environmental protection enterprise and its role in environmental protection and management should draw more attention. In order to make the research more relevant, evaluation methods in this paper are carefully designed and the limitations of sampling and indexing are well defined. Valuation of NEEQ listed environmental protection enterprise, Jiangxi JDL Environmental Protection Co., Ltd. (hereinafter referred to as the "JDL company") is a research topic that combines valuation methodology and the current environmental affairs, and therefore this paper is dedicated to the study of such methods for those going-concern environmental protection enterprises in the hope of providing investors and managers with a set of adaptive, specific valuation methods and system, tools that help them in rational decision making.

**Methods:** Using the discount cash flow model, the world wide recognized valuation technique. In practice, most enterprise valuation analyses employ equity cash flow model or entity cash flow model; besides, relative value method also has the certain application range in this paper used as a complementary method.

**Results:** The discounted cash flow model valued a targeted enterprise JDL company at 39.59 yuan per share, whereas relative value model gave a 75.76 yuan per share. Considering that the price of the stock is determined by the intrinsic value, this paper

chose enterprise's intrinsic value, namely value by DCF, as the reference value. So JDL company's reference value is 39.59 yuan per share, which indicates that the company is currently undervalued by the market, a case that hence implies huge room for share prices to rise up in NEEQ.

**Conclusion:** Through capitalisation function in NEEQ listing process, the value of the enterprise could be realized to an extent, however most NEEQ companies' prices still have large room to rise; Study found that enterprises with correct development strategies, strong ability of independent innovation, and continuing improvement of internal control and management, as well as dedication to stakeholders, will become value investments in standardized capital market. So to speak, here comes NEEQ era of value discovering and investment.

**Key Words:** NEEQ; Environmental Protection Enterprises; Valuation

# 目 录

第一章 导论.....	1
第一节 选题背景和研究意义.....	1
一、选题背景.....	1
二、研究意义.....	3
第二节 研究思路和本文结构.....	4
一、研究思路.....	4
二、本文结构.....	4
第三节 本文的贡献与不足.....	6
一、可能的贡献.....	6
二、不足之处.....	6
第四节 文献综述.....	7
一、有关企业价值评价的文献综述.....	7
二、对新三板的相关研究.....	9
第二章 因素分析与估值方法简述.....	11
第一节 相关概念之界定.....	11
一、新三板和新三板企业.....	11
二、新三板企业价值.....	12
三、现金流量.....	12
第二节 环保企业价值影响因素分析.....	12
一、国家宏观经济形势.....	12
二、新三板市场功能的发挥.....	14
三、挂牌企业自身因素.....	18
第三节 企业价值评价方法简述.....	20
一、现金流量折现模型.....	20
二、相对价值评估方法.....	22
三、启示.....	22
第三章 环保企业估值案例调查分析.....	24
第一节 企业估值准备.....	24
一、价值评价思路.....	24
二、样本选取.....	25
三、财务指标的选择.....	25
第二节 价值评价过程.....	25
一、标的企业简介.....	26
二、现金流量折现模型的应用.....	26
三、相对价值模型的应用.....	30
四、案例小结.....	32

第三节 案例解析.....	32
第四章 结论与建议 .....	35
第一节 结论.....	35
第二节 建议.....	36
一、新三板企业自身需要苦练内功 .....	36
二、调动新三板市场各方参与者的积极性主动性 .....	36
三、重点推进分层制度建设 .....	37
四、建立健全市值管理制度 .....	37
参考文献.....	39
致谢.....	40



# Contents

<b>Chapter1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>Section 1 Research background and research significance .....</b>	<b>1</b>
Part 1 Research background .....	1
Part 2 Research significance .....	3
<b>Section 2 Research ideas and structure in this paper .....</b>	<b>4</b>
Part 1 Research ideas .....	4
Part 2 Research structure.....	4
<b>Section 3 Contribution and deficiency of this paper.....</b>	<b>6</b>
Part 1 Possible contribution .....	6
Part 2 Deficiencies .....	6
<b>Section 4 Summary of related research.....</b>	<b>7</b>
Part 1 Summary of related research in the evaluation .....	7
Part 2 Related research in NEEQ .....	9
<b>Chapter2 Factor analysis and the summary of valuation methods .....</b>	<b>11</b>
<b>Section 1 The definition of the relevant concepts .....</b>	<b>11</b>
Part 1 NEEQ and NEEQ enterprises .....	11
Part 2 Enterprise value in NEEQ.....	12
Part 3 The cash flow.....	12
<b>Section 2 Factor analysis about the environmental protection enterprise value .....</b>	<b>12</b>
Part 1 The national macroeconomic situation .....	12
Part 2 The function of NEEQ.....	14
Part 3 Internal factors.....	18
<b>Section 3 The evaluation methods of enterprise value.....</b>	<b>20</b>
Part 1 Discounted free cash flow model.....	20
Part 2 Relative value evaluation method .....	22
Part 3 Revelation .....	22
<b>Chapter3 Case investigation and analysis of the environmental protection enterprise valuation.....</b>	<b>24</b>
<b>Section 1 The preparation of the valuation.....</b>	<b>24</b>
Part 1 The idea of the evaluation .....	24
Part 2 Sample selection .....	25
Part 3 The choice of financial indicators .....	25

<b>Section 2 The process of value evaluation.....</b>	<b>25</b>
Part 1 Introduction of target enterprise .....	26
Part 2 The application of the discounted free cash flow model .....	26
Part 3 The application of the relative value evaluation model.....	30
Part 4 Case review .....	32
<b>Section 3 Case analysis .....</b>	<b>32</b>
<b>Chapter4 Study conclusion and advices .....</b>	<b>35</b>
<b>Section 1 Conclusion.....</b>	<b>35</b>
<b>Section 2 Advices.....</b>	<b>36</b>
Part 1Efforts for NEEQ enterprises .....	36
Part 2 Arouse the enthusiasm and participant of NEEQ .....	36
Part 3 Promote the layered system construction .....	37
Part 4 Establish and improve the market value management system.....	37
<b>Reference.....</b>	<b>39</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>40</b>

## 第一章 导论

### 第一节 选题背景和研究意义

#### 一、选题背景

##### （一）中小企业是一支不可忽视的创新创业力量

在 2015 年 9 月初结束的夏季达沃斯会议上，李克强总理在主题演讲中再次提到了“大众创业、万众创新”，明确创新创业在当前经济转型中的作用，创新创业不仅是一个国家的意志，也更应成为整个社会和企业使命。在我国，中小企业数量庞大，他们时刻上演着优胜劣汰的竞争。新三板定位于扶持处在初创期的中小企业，新三板企业资源比创业板和中小板更为丰富，这里面必定会有一部分企业脱颖而出，并最终成为真正的创新创业的价值型企业。

##### （二）新三板市场保持高速发展

自新三板扩容以来，包括已经推出以及即将推出的融资、做市、竞价、分层、转板等制度红利持续释放。虽然前段时间在 A 股股灾的影响下，新三板的交易也一度陷入低迷，但总体上新三板市场交投活跃，在经济“新常态”的背景下，更凸显价值发现和价值投资的重要性。

可以预见，虽然我国的资本市场还存在不少问题，但资本市场逐步走向成熟是一种趋势。未来新三板交易制度将持续改善，流动性好转有助于提升公司估值，同时促进融资和投资，使得一二级市场资金通过多种渠道加速流入，带来系统性机会。我们知道，金融资产将会成为居民财富的主要配置，随着新三板的参与者尤其投资者越来越成熟，新三板投资必将成为财富配置的重要渠道。国家和政府也特别重视多层次资本市场的建设。在这样的背景下，新三板企业数量有理由保持持续增长，市场的融资额和交易额也会持续放大。

##### （三）环保问题突出，新三板环保企业挂牌家数不断增长

柴静在 2015 年初推出空气污染深度调查《穹顶之下》，引起人们的关注和议论，她从公众健康的角度试图唤醒人们的环境保护意识。最近十年，中国的自然环境非但没有改善反而持续恶化，这和国家的可持续发展战略严重相悖。虽然在

国家和民间的共同支持下，环境保护取得了一定的成绩，但在持续恶化的环境状况面前，这些成绩显得微不足道。在法律法规的贯彻执行上，新的环保法已于 2014 年 4 月修订通过，这部被称为史上最严的环保法，必将制约和规范企业、个人和其他组织的污染行径和其他环境破坏行为。在 2014 年 4 月提出的“十三五”规划中，环境治理重点及模式创新研究被列入国家“十三五”规划前期研究重大课题。可以预期，在经济“新常态”下，环保产业在国家的重视下必将迎来进一步的大发展。

可以说，从某种意义上，我国已经进入全民环保时代，环保产业和环保投资正成为热门话题。不同类型的环保企业如雨后春笋般成立成长起来，环保企业在新三板市场挂牌企业家数持续增长，截至 2015 年底，已经挂牌的水污染治理类环保企业有 33 家，有环保概念的挂牌企业家数则更多。显然，环保企业已经成为新三板市场的重要一极，水污染治理类环保企业在发展循环经济中的重要作用决定环保企业的发展及其在环境保护和治理上的作用更应该受到关注。

#### （四）新三板企业价值发现和估值研究具有紧迫性

由于新三板还是属于资本市场的新生事物，需要有一个成长过程，这个过程耗费时间的长短则取决于多方面，不但需要国家层面的支持和引导，更需要市场参与者本身的自律和自我发展。新三板市场和新三板挂牌企业本身有其特殊性，尤其对于处在初创阶段的企业来说，其未来发展有很多不确定性。目前对新三板企业进行估值研究的成果尚不多，新三板企业价值研究理应成为一个紧迫的课题。

作为一个企业经营管理者、投资者或者其他市场参与者，如何对新三板企业进行价值评价，是一个值得深思的问题。更具体一些，如何从新三板环保企业这个独特视角开展相关新三板企业价值研究从而揭开新三板企业的估值之谜，显得十分紧迫，特别是对于企业本身正经历成长成熟的过程，而且业绩不够稳定，在宏观经济和市场条件发生变化时，企业的价值评价往往会遇到更多的问题。

我国的新三板企业普遍公司治理和内部控制不够完善，管理效益有待提升；新三板企业在场外市场进行股票交易，企业价值受制于交易机制的有效发挥，新三板挂牌企业股价涨跌幅不设限制，股价波动幅度较大已经成为一个公认的事实，自推出做市转让制度后，对股价波动试图有所控制，但总体上问题依然存在。

本文通过对新三板水污染治理类环保企业江西金达莱环保股份有限公司（以

下简称“金达莱公司”)的价值评价,可以发现创新创业企业的成长源动力,并预测企业在未来的发展方向。

## 二、研究意义

对新三板企业进行价值研究,对于提高企业的自主创新能力、经营管理水平并实现企业的可持续发展,均具有重要意义。此外,企业价值的评估还可以为包括投资者在内的企业利益相关者提供作决策的重要参考,在企业的市值管理中发挥相应的作用。因此,对于包括企业、投资者和监管层在内的市场参与各方来说,新三板企业价值研究都具有一定的借鉴作用和参考价值。

目前社会公众对环保问题颇为关注,中央政府和地方政府不断释放各种政策信号,但这些政策到了企业层面则表现不一,有的企业善于捕捉讯息万变的市场信息,很快做出自身的调整 and 改变,而有的企业则相对来说表现比较迟钝,不能够适应市场发展的需要。尤其,在新三板中挂牌的大多数环保企业还处在发展的初期阶段,他们自身的内部控制缺失,管理能力还不够完善,面对政府出台的政策支持,新三板环保行业挂牌企业能否像创业板和中小板甚至主板环保企业那样做出迅速反映值得关注,中小环保企业对自己的定位很关键,必须要具备敏锐的市场嗅觉。

随着知识经济和信息时代的到来,企业面临空前的风险状况和无处不在的竞争压力,这种情形下,商业机会的捕捉和盈利模式的塑造都发生了重大变化。企业价值的内涵越来越丰富,有形的商品价值比重降低,无形的内容在不断增多。影响企业价值的因素也变得复杂化,因此需要综合考虑定量和定性因素。尤其对新三板环保企业来说,如前所述,成立时间短且企业不够成熟,而且发展前景受国家的政策影响较大,新三板环保企业估值研究和评价就更为困难。就目前的评价技术而言,无论采用什么方法进行估值研究和评价都会受到各种未定因素的影响,从而造成一定的评价误差,而且,简单的财务定量指标和因素也不能很好的反映企业的内在价值。因此,为了减少不确定因素所带来的误差,准确评估新三板企业价值,笔者从定性定量两个方面来构建一套适合于新三板企业在经济“新常态”下的企业价值综合评估体系以正确反映新三板企业的内在价值,从而满足各方面决策的需要。

本文以持续经营状态下新三板水污染治理类环保企业金达莱公司的价值评估为研究对象,分析探讨了当前通用的几种企业价值评估方法的理论,力图在将各种评估结果综合优化的基础上从定性、定量两个方面来构建一套适用于新三板环保行业挂牌企业价值综合评估体系。通过本文的研究分析,希望为广大新三板企业管理者和投资者提供一套能够适应实际需求的、相对确切的企业价值评估方法和评估体系,以便于企业管理者和投资者能够对新三板企业价值作出较为理性的评估。

## 第二节 研究思路和本文结构

### 一、研究思路

如前所述,一方面,新三板挂牌企业的股价波动幅度大,估值困难;另一方面,新三板挂牌企业绝大多数处在初创阶段,未来的成长空间巨大。如何正确对新三板挂牌企业进行估值,找到真正的价值投资企业,让人拭目以待。

本文研究主题为“新三板水污染治理类环保企业价值发现研究”,通过考察新三板企业的情况,通晓企业特质,将企业在挂牌前与挂牌后的企业进行比较,特别是对影响企业价值的关键因素进行综合分析,以便较为合理地把握住影响新三板企业价值及价值变动情况的重要因素。在假设条件成立的情况下,构建企业价值评估模型定量来研究新三板挂牌企业的持续经营价值。最后对研究和评价过程中发现的问题提出相关政策建议。

本文采用的研究方法有文献研究法和规范研究法,并采用定量分析和定性分析相结合的方法对个案进行研究。文献研究法,即是通过阅读以往专家、学者和其他行业专业人员对企业价值所做的研究,确定影响企业价值的综合因素和计量指标,并以此为基础进行后续研究和评价。规范研究法是在阅读大量文献,进行实证分析的基础上,通过归纳总结、演绎,得出最终结论,并提出政策建议。

### 二、本文结构

按照上面的思路,本文可以分为四个章节:

第一章为导论，主要论述了选题背景与研究意义，以及通过对企业价值的国内外文献综述的描述，提出本文研究的着力点；并阐述了本文的创新与不足。

第二章主要是对本文相关概念的界定及因素分析。首先对新三板、新三板企业、企业价值及现金流量进行基本界定，随后从内外两方面对影响企业价值的因素进行说明，最后对具体的价值评价方法进行介绍，以对本文第三章的个案研究奠定理论基础。

第三章首先对影响企业价值评估模型的指标进行分析，然后选用 33 家新三板水污染治理类环保行业挂牌企业为实例样本进行对比分析，最后通过金达莱公司这家新三板水污染治理类环保企业全景展示现金流量模型和相对价值模型的价值评估过程，并在此基础上进行案例分析。

第四章对于障碍因素从提高新三板市场价值发现功能发挥程度的角度提出相关政策建议，以便更好的发挥新三板市场的价值发现功能，助力挂牌企业的成长和投资者的投资决策。

本论文的组织框架如图 1.1 所示：

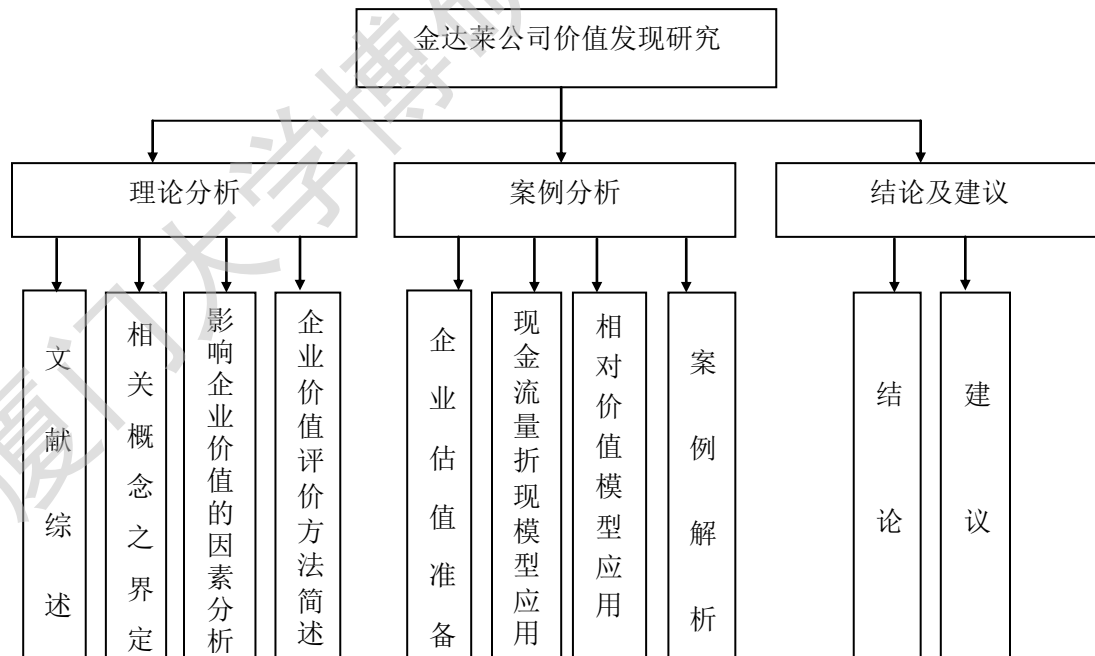


图 1.1 组织框架图

### 第三节 本文的贡献与不足

#### 一、可能的贡献

（一）本文对新三板市场发展及估值现状进行了充分的描述，从挂牌企业规模、新三板水污染治理类环保企业的市场表现进行对比分析，资料详尽、图文并茂，值得借鉴。

（二）本文区别于一般的企业价值研究和评价，专门针对新三板企业特别是新三板水污染治理类环保企业价值进行个案研究，对影响因素进行了综合分析，有一定的独到之处。

（三）目前，券商行业研究报告中的财务分析，其他机构的投资分析报告等，财务部分的内容多显得苍白无力，并且有些分析过程无理无据就堂而皇之得出结论，本文评估过程中的 Excel 表格有会计政策假设、有计算过程，非常实用。

#### 二、不足之处

（一）由于截止目前国内成熟的新三板企业价值研究不多，本文对企业价值评价理论国内部分的论述稍显薄弱。

（二）案例分析部分使用的模型假设条件要求较高，尤其在经济“新常态”的背景下，模型假设可能需要更多的条件修正，本文的条件修正工作做得可能不足。

（三）考虑到研究的可行性，本文实证部分的价值评价函数所选择的皆是财务定量指标，过去和现在的财务数据有可能并不能代表和准确预测企业未来的实际经营数据，从而可能造成企业价值评价误差。

（四）新三板水污染治理类环保企业的行业状况可能并不能代表整个环保行业和新三板市场的发展前景，因此，水污染治理类环保企业的估值研究可能不能正确反映整个新三板企业的估值情况。



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.